慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	機関投資家, 市場の質に関する諸仮説と企業会計の変容： 行動ファイナンス理論の諸仮説と非効率的市場を前提に
Sub Title	Investigation of the relationship between institutional investor, market quality hypothesis and accounting changes
Author	黒川, 行治(Kurokawa, Yukiharu)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2008
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.51, No.5 (2008. 12) ,p.51- 72
JaLC DOI	
Abstract	本論文の目的は，市場の参加者としての機関投資家を前提に，市場の質に関して効率的市場主義と行動ファイナンス理論の両方で主張される仮説を検討し，企業会計の2 つの体系を，株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，行動ファイナンス仮説との関係で検討することにある。 第一に，現代の資本市場のメイン・プレーヤーが機関投資家であることを指摘し，「新資本主義」と称せられる考え方から機関投資家の果たす役割に関する知見と，株主である市民と機関投資家との間にある利益相反問題について確認した。第二に，市場の質に関し，ファンダメンタル価値と市場価格との乖離が裁定取引の存在により直ちに解消され，ファンダメンタル価値と価格が一致している市場が効率的と呼ばれる。ファンダメンタル分析による投資（とくにバリュー投資）は，この乖離を発見し，その解消過程からリターンを得ようとするものであると解釈した。第三に，機関投資家（ファンド・マネージャーやアナリスト）の行うファンダメンタル分析が成功しているとは言えない問題点について，証券アナリストが誤る要因を検討した。第四に，行動ファイナンス理論と投資の心理学において，効率的市場理論との関係で議論されるヒューリスティックス・バイアスやフレーム依存性の基本仮説，業績発表への反応や企業買収・IPO 等における非効率な市場に関する諸仮説について整理・検討した。第五に，企業会計の変容と株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，アノマリー仮説との関係を考察し，①新資本主義に基づく機関投資家は長期保有投資であり，企業固有アプローチの会計情報が相応しい，②公正価値アプローチの会計は，効率的市場を仮定し，ファンダメンタル価値と価格が一致していることを前提にしている，③ファンダメンタル分析に用いられる会計情報の観点から，企業固有アプローチの会計は，経営者や経営計画の高い信頼性を前提に成立している，④行動ファイナンス・心理学の諸仮説は，会計測定過程，経営者の会計操作の動機，アナリストのファンダメンタル分析過程のそれぞれのステージで影響を与える，ということを指摘した。
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20081200-0051

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

三田商学研究
第51巻第５号
2008 年 12 月

2008年10月14日掲載承認

機関投資家，市場の質に関する諸仮説と企業会計の変容

――行動ファイナンス理論の諸仮説と非効率的市場を前提に――

黒　川　行　治

＜要　　約＞

本論文の目的は，市場の参加者としての機関投資家を前提に，市場の質に関して効率的市場主義と行動ファイナンス理論の両方で主張される仮説を検討し，企業会計の２つの体系を，株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，行動ファイナンス仮説との関係で検討することにある。

第一に，現代の資本市場のメイン･プレーヤーが機関投資家であることを指摘し，「新資本主義」と称せられる考え方から機関投資家の果たす役割に関する知見と，株主である市民と機関投資家との間にある利益相反問題について確認した。第二に，市場の質に関し，ファンダメンタル価値と市場価格との乖離が裁定取引の存在により直ちに解消され，ファンダメンタル価値と価格が一致している市場が効率的と呼ばれる。ファンダメンタル分析による投資（とくにバリュー投資）は，この乖離を発見し，その解消過程からリターンを得ようとするものであると解釈した。第三に，機関投資家（ファンド・マネージャーやアナリスト）の行うファンダメンタル分析が成功しているとは言えない問題点について，証券アナリストが誤る要因を検討した。第四に，行動ファイナンス理論と投資の心理学において，効率的市場理論との関係で議論されるヒューリスティックス・バイアスやフレーム依存性の基本仮説，業績発表への反応や企業買収・IPO 等における非効率な市場に関する諸仮説について整理・検討した。第五に，企業会計の変容と株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，アノマリー仮説との関係を考察し，①新資本主義に基づく機関投資家は長期保有投資であり，企業固有アプローチの会計情報が相応しい，②公正価値アプローチの会計は，効率的市場を仮定し，ファンダメンタル価値と価格が一致していることを前提にしている，③ファンダメンタル分析に用いられる会計情報の観点から，企業固有アプローチの会計は，経営者や経営計画の高い信頼性を前提に成立している，④行動ファイナンス・心理学の諸仮説は，会計測定過程，経営者の会計操作の動機，アナリストのファンダメンタル分析過程のそれぞれのステージで影響を与える，ということを指摘した。

＜キーワード＞

機関投資家，効率的市場仮説，ファンダメンタル分析，リスク指標，経験則，フレーム依存性，テクニカル分析，市場のアノマリー，公正価値会計，コスト配分会計

1．はじめに

2008年９月３日の日本経済新聞朝刊には，米国上場企業上位1000社の株式を対象にした米国調査機関「カンファレンスボード」の米国株式市場での保有状況の調査に関する記事があり，2007年度時点で，年金基金や投資信託など機関投資家による株式保有比率が76.4％になったことが報じられた。年金基金が運用利回りを向上させることを目的として株式投資などのリスク資産を増やしており，また，個人投資家も確定拠出型年金の運用を拡大しているからである。

スティーブン・デイビス等によると，株式で運用する年金や保険の積み立てを通じて，英米の人口の３分の２程度は，資本市場に参加しているという。また，世界の年金基金の規模の上位300位中，約61％は英米系の金融機関であり，世界の10大株式市場における機関投資家の運用資産総額（32兆1000億ドル）の70％をアメリカ・イギリス・カナダのファンドが所有しているという[1)]。

このような，英米を先駆とする，機関投資家を経由しての個人（市民）の投資，会社所有を，スティーブン・デイビス等は「新資本家」の誕生と呼ぶ[2)]。現代の株主は，年金加入者等をはじめとする貯蓄者であり，庶民が世界的巨大企業を所有しているとも考えられ，「市民企業」の誕生ともいえる[3)]。

本論文の目的は，市場の参加者としての機関投資家を前提に，市場の質に関して効率的市場主義と行動ファイナンス理論の両方で主張される仮説を検討し，最後に，企業会計の２つの体系を，株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，行動ファイナンス仮説との関係で検討することである。本論文の内容は，以下の構成となっている。

1．機関投資家と利益相反問題
2．市場の質をめぐる議論
3．ファンダメンタル分析に関する議論
4．行動ファイナンス理論と投資の心理学の諸仮説
5．企業会計の変容と株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，アノマリー仮説との関係の考察

1）　スティーブン・デイビス＝ジョン・ルコムニク＝デビット・ピット・ワトソン著，鈴木泰雄訳「新たなる資本主義の正体」，ランダムハウス講談社，2008年２月，23-29頁。

2）　スティーブン他［2008］，80-81頁。

3）　このような状況では，新資本家の投資が分散しているので，個々の会社がリスクを分散するために多角化する必要はない。個々の経営者は自社の得意分野の成功のために資源を集中させることが重要となる。

　また，市民は長期的な実資産（さまざまな会社の株式）に投資することで長期的な実負債（老後資金や学費や住宅購入費）をヘッジしようとしている。そこで，会社の目標は，株式市場のトレーダーが短期的業績を重視しがちであっても，自社の究極の所有者の長期的価値を最大化することが重要である。

　なお，株主は，経営者に対して，自社の株主利益のみを考え，環境汚染等の社会的コストを無視させることは理に適わない。市民投資家としての株主は，自分の右ポケットから左ポケットにお金を移すだけだからである（スティーブン他［2008］，81-85頁）。

である。

2．機関投資家の利益相反問題

2－1　資産運用業界の経済的，構造的問題

市民から資金を受託し，市民の将来の支出に対する資金の貯蓄機能を担う資産運用業界には，次のような経済的，構造的問題点があると指摘されている。

・資産運用会社は巨大企業（銀行等）の子会社が多く，親会社が，資産運用会社の顧客と利益相反する場合があること。

・ファンド運用会社に支払われる報酬は，運用資産額に一定率を掛け合わせた金額であり，資産運用実績に依拠するものではない。運用成績は，相対的収益率（市場インデックス等のベンチマークとの比較）に基づくので，自己のファンドに組み込むうえでアンダーウェイトした会社が業績不振になると，ファンド成績はマイナスとなるが，マネージャーの評価は，市場インデックスよりも良くなる場合もあること。

・ファンドの格付けが四半期ごとに実施され，通常，過去１年間と３年間の運用成績が評価対象となる。ポートフォリオ・マネージャーやアナリストのボーナスは，四半期または１年間の相対的収益率の結果に基づいて算定される。したがって，長期的保有から短期的投機を重視するようになっていること。

・株式所有業務（議決権行使や必要に応じた経営関与）と株式売買業務とが分離され，ポートフォリオ・マネージャーは，取締役会の質といった主観的な問題を調べる必要性を感じないこと。

・ファンドに組み込み，議決権行使のために一票を投じることになる会社から，収益性の高い投資業務（例えば，社員向け401K，年金制度の運用）を親会社や自社の他の部門が受注しようとするので，ファンドに組み込んだ会社に対する監視が甘くなること。

このように，資産運用業界には利益相反が起こり得る経済的動機，構造的問題がある。[4)]

2－2　委託・受託関係の連鎖

市民投資家（委託者）と機関投資家（受託者）との利益相反問題は，経済的動機の他にも，市民と機関投資家との間の委託・受託関係の連鎖が長く，かつ，途中における有効な説明責任の履行や役員選出権等の権利の履行（実行）の不存在という要因も挙げられる。年金基金を例にとって，委託・受託関係の連鎖を考えてみよう。

第一に，市民は老後の生活費の貯えとして，賃金の後払いである退職給付を年金基金に委託して，資金を運用する。当該資金について，市民を委託者，年金基金の理事等を受託者とする一番目の委託・受託関係が成立する。この契約では，委託者である年金制度の加入者は，基金の理事

4）スティーブン・デイビス他［2008］，105-116頁。

図１　年金基金における委託・受託関係の連鎖

確定拠出型年金制度への加入者（市民投資家）
①　↓　　資金の委託，しかし，受託者に対する選挙権なし
基金
（基金の理事（理事会））
②　↓　　投資決定の為に雇用
投資顧問会社　　：　投資顧問会社は原初加入者への責任を忘れがち
③　↓　　投資推奨（ミューチュアル・ファンドの推奨）
ミューチュアル・ファンド：　年金基金のポートフォリオ資産の一つであると同時に，
（ファンド・マネージャー）　　他の多くの年金基金からも資金を受託している。
④　↓　　投資商品の選択に関してアナリストの意見を参照
アナリスト

の選挙権を持たないのが一般的であり，基金の理事の運用責任についての加入者の判定行動や，その前提としての基金理事の説明責任が十分に確保されているかどうか，はなはだ心もとない。

第二に，年金基金の理事は，投資顧問会社を雇用し，年金資金の運用のポートフォリオに関する投資推奨案をもとに，運用決定する。したがって，基金の実際の運用に当たって，基金の理事（加入者の代理）を委託者，投資顧問会社を受託者とする委託・受託関係がある。ここで，大切なことは，投資顧問会社が，投資推奨決定を中立に行うか否かであり，投資顧問会社の独立性等の説明が，基金を通じて，十分に年金制度への加入者になされているのかという問題がある。

第三に，投資推奨され，実際に年金基金の投資ポートフォリオの一部となったミューチュアル・ファンドは，投資顧問会社を通じて，基金理事（加入者の代理）を委託者，ファンド・マネージャーを受託者とする委託・受託関係となる。ミューチュアル・ファンドは，多くの年金基金にもそのポートフォリオの一部となっているので，多くの年金基金から同時に受託者となったファンド・マネージャーは，はたして，そもそもの運用資金の所有者が年金制度の加入者である市民であることを自覚し，委託者の運用目的に沿った運用を行っているのかが問題となる。

第四に，ファンド・マネージャーは，ファンドの運用ポートフォリオ決定に関して，何人かのアナリストの意見を参照する。したがって，基金の理事－投資顧問会社－ファンド・マネージャーを経て，市民の資金の運用は，アナリストに委託されるという第四の委託・受託関係を想定することもできよう。したがって，個々のアナリストについて，ファンド・マネージャーと同様の問題，すなわち，「原資の所有者が年金基金への拠出者である市民一人一人である」という自覚の程度が問題となるのである。[5)]

２－３　機関投資家に求められていること

新資本主義―機関投資家を代理人とする市民を所有者とする企業の関係に注目するスティーブン・デイビス等は，機関投資家に求められる行動指針として，つぎのような提案をしている。[6)]

5）　スティーブン・デイビス他［2008］，116-122頁。
6）　スティーブン・デイビス他［2008］，321-325頁。　↗

・会社の共同所有者として機関投資家同士が協力しあうこと。
・株式所有のスキルを株式売買のスキルと明確に分けて専門化すること。
・株主としての経営関与や，さらには株主アクティビズムを支えるプログラムを開発すること。
・長期リスク，測定が困難なリスク（ガバナンス，労務管理，環境負債）の調査を奨励すること。
・ファンド運用会社は，ファンド運営，スタッフの給与体系，貯蓄者の資本の管理，利益相反への対応について，透明性を確保すること。
・ファンド・マネージャーの行動を投資家利益と一致させること（例えば，世界銀行の投資部門である国際金融公社は，長期的見通しと非財務的リスクに対するポートフォリオ・マネージャーの配慮ぶりを報酬に連動させた）。

列挙された項目を解釈すると，機関投資家が資金運用のためポートフォリオを組むということが，株式の所有を通じて会社の部分的共同所有者となることと，ボートフォリオの定期的（例えば3カ月とか半年ごとの）見直しを通じて株式売買を行う取引者となることの二面性があることが分かる。スティーブン・デイビス等は，新資本主義を前提として，前者の側面を強調し，株主としての経営関与，そのための投資先の会社の長期リスク等の問題点を把握するために非財務的リスク等に配慮することを提案し，アクティビストとしてのファンド運営を理想とするのである。ここで，重要な分析視点が浮かび上がったことに気づくであろう。すなわち，機関投資家の長期所有者としての側面と短期取引者としての側面であり，それぞれの側面に応じて，市場の質，財務情報の利用モデル，要求される会計情報の性質等が異なるのではないかということである。

3．市場の質をめぐる議論

趙家林教授が「市場の効率」について，市場に参加する投資者のファンダメンタル分析とその前提とする市場に関する仮定等を的確にまとめられている。以下では，その論文の骨子を要約することから始めよう。

3－1　ファンダメンタル分析の前提

ファンダメンタル分析を行い，「バリュー投資」を行うことに意義を見いだす学派は，以下の8つの前提をおいているものとされる。[7)]

・人間は認知能力および判断能力に限界がある（限界ある合理性）。
・市場における流動性（売買の容易性）はファンダメンタル価値に影響しない（上場株式と非上

↘　なお，ミューチュアル・ファンドの株主としての側面に注目して，資産運用会社の議決権行使内容の分析等，多様な視点からミューチュアル・ファンドを比較評価する「株主行動向け支援サービス事業」が発生している（スティーブン・デイビス他［2008］，144－146頁）。

7）　趙家林「バリュー投資と市場の効率――価格と内在価値の関係を考える――」，8－9頁。趙教授は，価格と対比する価値を「内在価値」と記述されているが，本論文では，他の節で使用する用語と合わせるため，ファンダメンタル価値と記述した。「内在価値」という名称のもつニュアンスが若干損なわれる感もあり，呼称変更の責任は黒川にある。

場株式は，収益力や配当支払い能力が同じであれば，ファンダメンタル価値は同一である)。

・価格と価値は異なる。価格とは支払う対価であり，ファンダメンタル価値とは投資した資金から得られるリターンの合計である（債券はクーポンと元本の合計，永久保有の株式は配当の合計)。

・株式とは将来のリターンに関する請求権であり，部分的所有権の証書でもある。投資目的で株式を買うことは，ビジネスの部分的共同所有者になることであるから，事業内容，経営者の素質と能力，それらの将来性を知ることが大切である。財務諸表の役割も，それに応じて，資産状況，財務内容の事実を知る手段となるだけでなく，経営者の素質や能力を知る手がかりでもある。

・債券が不償還になったり，所有するビジネスが経済的ダメージを受け収益力を失うことがリスクであって，価格の変動は投資リスクではない。リスクとはファンダメンタル価値の毀損である。

・投資のリターンを計算する際には，インフレーションによる購買力の減少を考慮して測定する必要がある。

・経営者が誠実で有能であることが，重要な投資判断指標である。

・投資を行う際には，価値判断，市場対策，リスク管理について勘案しなければならないが，それらの計算結果の精密さよりも，正しい目安と算式の背後にある論理関係の把握が大切である。

3－2　効率的市場理論の前提

分散投資によるリスク管理を前提に，主としてベータ（β）をリスク尺度に用い，最も受動的かつ典型的な投資形態がインデックス・ファンドであるという主張は，効率的市場理論に基づいている。効率的市場仮説の前提は以下のようなものである。[8)]

・合理的経済人を仮定する。

・合理的経済人である市場参加者の行動は，需要と供給との関係で即座に価格を修正する。

・ファンダメンタル価値と価格は一致する。ファンダメンタル価値は存在するが，人々が利用可能なあらゆる情報を利用して合理的な予想を行おうとする限り，その平均値については正しい予想ができる（主観的確率の集合が客観的確率と等しい)。

・株価の変動はランダム・ウォークである。価格と価値（新たな情報（どんな情報が出現するのかはわからない）を折り込んだファンダメンタル価値）との乖離を利用して人々が株式を売買するので，価格と価値との乖離は即座になくなり（サヤ抜きの機会はすべて利用されてしまうので)，結果として価格は予測不能になる。

・ある会社の株価変動率と市場平均株価変動率との相関関係をベータ（β）と呼称する。合理的経済人の付けた市場平均株価よりも大きく変動するような株価を持つ会社は，リスク（フ

8)　趙家林［2007]，12-18頁。なお，黒川の解釈で一部補った記述をしているので，誤解の責任は黒川にある。

ァンダメンタル価値の変動リスク＝株価の分散リスク）が大きいので，リスク回避型効用関数を仮定する限り，現在の株価が下がっているはずであり，結果として，当該リスク・プレミアムだけ，市場平均よりも投資リターンは大きくなるはずである。そこで，このベータをポートフォリオ投資にリスク指標として用いる。

・ベータの推定に実績値を用いて計算することから，歴史が繰り返す（時間経過に伴うリスクの変動はない）ことを仮定していることになる。

効率的市場理論に依拠すれば，個別銘柄（それぞれの会社）の将来の株価変動は，それぞれの会社に実現するファンダメンタル価値の変化（実現する業績）に依拠し，管理不能であるが，ポートフォリオ投資を行うことで，個別銘柄固有のリスクを理論的には０（ゼロ）にすることができるので，ベータを主として使用した分散投資を行うことになる。

４．ファンダメンタル分析に関する諸議論

４－１　ファンダメンタル分析がうまくいかない理由

バートン・マルキールは，ファンダメンタル分析に基づく株式投資の有効性に対して疑問を持ち，自身は市場インデックス・ファンドへの投資が賢明であると主張している。なぜ，ファンダメンタル分析が有効でないといえるのか，彼の主張を参照してみよう。[9)]

「投資」とは，配当や金利，賃貸料等，かなり確実性の高い収入の形で利益をあげること，および長期間保有して値上がり益を得ることを目的とした金融資産の購入である。「投機」との区別基準は，どのような期間で投資リターンを考えるのかをはっきりと意識しているか否か，リターンが合理的に予測できるか否かの２点である。投資がもたらすリターンは，将来何が起こるかに依存することから，投資に成功するかどうかは，将来を予測する能力によって決まる。将来予測をするための資産価値評価の基準として，「ファンダメンタル価値」理論と「砂上の楼閣」理論の２つがあると言われる。

ファンダメンタル価値理論では，株式には「ファンダメンタル（本質）価値」と呼ばれる絶対的な価値があり，それは現状分析と将来予測を注意深く行うことによって推定できると仮定する。本質価値は，現在の配当の水準とその増加率によって決まる将来キャッシュ流列の割引現在価値である。したがって，将来の利益予測（成長率予測）が重要となる。

他方，ケインズによって主張された「砂上の楼閣」理論は「美人投票」論（最適な投票戦略は，自分が美人と思う候補を選ぶのではなく，何がコンセンサスになるかということに関する，不特定多数の参加者の，平均的な見方を予測することである）として有名であり，優れた投資家とは，どのような市場の状況が大衆の砂上の楼閣づくりを引き起こすかを探り当て，一般投資家が気づく前に投資することが重要である。「砂上の楼閣」理論は，行動ファイナンス理論に関する後述の検討でみていくこととして，まずもってファンダメンタル価値理論の内容を確認していこう。

9）バートン・マルキール著，井手正介訳「ウォール街のランダム・ウォーカー」（原著第９版），日本経済新聞社，2007年５月，第１章。

ファンダメンタル分析がうまくいかない理由として，以下の３つが指摘されている。[10)]

・情報や分析（将来の成長率予想）が正しいとはかぎらない。

・情報や予想が正確でも「価値」の推定を間違う可能性がある（本質価値の予想方法はわからない）。

・市場も「間違い」を速やかに訂正するとはかぎらない（本来あるべき価格にサヤ寄せされないことがしばしばある）。市場の株価収益率や成長に対するプレミアムは，センチメントの変化（振れ）により変動する。

４－２　証券アナリストが予想を誤る要因

将来予想のプロであり，将来予想の主たる担い手である証券アナリストが予想を誤る要因として，以下のものが挙げられる。[11)]

・ランダムに発生する事件が影響すること。

・会社が「クリエイティブ」な会計手法を通じて，正確な利益を報告しないこと（いかがわしい利益の捻出）。

・多くの会社自らが会計原則に基づいて計算された実績値としての利益ではなく，「プロフォーマ（予定）」利益を強調し，発表し（プロフォーマの計算に際して，企業は経常的には発生しないある種の費用を無視する。この計算にはルールはない。プロフォーマは，「すべての悪材料控除前」利益とも呼ばれ，企業は「特別な」，「異常な」，あるいは「毎期繰り返し発生しない」あらゆる費用を除外する自由を認められている），アナリストもこのプロフォーマ利益を無視しえない。

・証券アナリストの基本的能力の不足，また，大勢に従って行動して失敗するほうが，革新的に行動して成功するよりも往々にして高い評価を得られる恐れから，経営者の発言を鵜呑みにしたり，他者の予想と合わせる傾向になること。

・セールス活動にかかる拘束（財務諸表の分析や担当企業の財務担当者と過ごす時間が少なくなる）と運用部門への人材流出。

・株式売買手数料が自由化される1970年代以前は，個人向けブローカー業務（株式売買の仲介）が最大の収益源であり，アナリストは個人および機関投資家の為に仕事をしていた。しかし，現在の証券会社は，新規公開会社やすでに公開している会社の資金調達のための証券発行引受業務，ならびに資金調達手段，事業および財務リストラ，M&A などに関するアドバイス業務が最大の収益源となっている。投資銀行業務との利益相反により，「売り推奨」がほと

10）　バートン・マルキール［2007］，第５章。

なお，セミストロングおよびストロング型の市場の効率性が成立するとファンダメンタル分析は無意味になる。企業の利益や配当の期待成長率に関する情報や，その他の情報でファンダメンタル分析の分析対象となるようなものはすべて，株価に適正に織り込まれている（非常に素早く反応する）からである。したがって，市場平均と同じ内容のポートフォリオでも，プロフェッショナル・アナリストによって運用されるものと変わらないパフォーマンスを上げられる（バートン・マルキール［2007］，239頁）。

11）　バートン・マルキール［2007］，第７章。

んどみられない。

・インターネット・バブルの企業不祥事を受けて成立したサーベンス・オクスレー法によって「公正開示」ルールが制定され，アナリストにとって情報の優越性はなくなり，投資推奨の質が高いとは思えないこと。

4－3　効率的市場理論に基づく投資――リスク尺度の多様化

ファンダメンタル分析の有効性に疑問があり，結局のところ，リターンを高めるには，リスクを大きくする以外には手段はないとし，効率的市場仮説を前提にポートフォリオ分散投資を行うことになる。

しかし，ベータにも限界があることが指摘されている。例えば，資本市場をどのように捉えるかによって，得られるベータ値は大きく異なってくる。また，投資範囲（リスクの範囲）は，株式市場に限定されない。そこで，「より完全なリスク尺度」はあるのかが問題となった。ベータ以外に有力と思われるリスク尺度には以下のようなものがある。

・国民所得，金利，インフレ，為替レート等の変化に対する感応度

・証券アナリスト間の予測の一致の度合い（将来の利益や配当の成長率について証券アナリスト間に強いコンセンサスがある企業は，意見がなかなか一致しない企業よりもリスクが低く，期待リターンも低い）

・ファーマとフレンチの３変数モデル（ベータ，規模，株価純資産倍率）

・規模（小型株はリターンが高い），株価収益率（低株価収益率株はリターンが高い），株価純資産倍率（純資産倍率の低い企業のリターンは高くなる）

また，CAPM 以前には，個別の証券のリターンは，その証券の値動きの不安定性（その証券が生むリターンの変動性（標準偏差）の大きさ）すなわち「総リスク」で決まると考えられていた。しかし，CAPM の登場により，この総リスク自体は株価形成に重要な役割を果たさないと見なされたのであるが，総リスクが株価形成プロセスで何らかの役割を果たすのかもしれない。例えば，取引コストや情報コストがかかるため，個人投資家のポートフォリオの多くはあまり分散されていないであろう。個人投資家は，個別証券の総リスクに強い関心を持っている。さらに，広く分散投資している機関投資家も前期の運用成績を詳しく財務委員会に報告する時には，個別銘柄の動きを気にするかもしれない。[12)]

12）バートン・マルキール［2007］，第９章。
ここで，ベータ（β）に依拠するポートフォリオ理論をお復習いしておこう。
・ベータは，個々の銘柄やポートフォリオのリターンの動きと，市場全体のリターンの動きとの相関関係をみる。市場指数のベータを１と想定し，ある銘柄のベータが２であれば，その株価は平均して市場の２倍揺れ動く。市場が10％上昇すればその銘柄の株価は20％上昇する。
・非システマティックリスクとは，個別企業に特有の要因によって引き起こされる株価の変動性のことであり，大規模な新規受注の獲得，有望な鉱脈の発見，労働争議，不正の発覚といったニュースによって，市場とは独立に動く部分である。非システマティックリスクは分散投資によって取り除くことができる。よく分散された60の銘柄を組み込むと，非システマティックリスクはほとんど市場と同じように動く。
・ベータが1.5の銘柄を60以上組み入れたポートフォリオは，市場よりは平均的に50％変動が大きい。　↗

5．行動ファイナンス理論と投資の心理学の仮説

5－1　効率的市場仮説と行動ファイナンス理論の前提

効率的市場理論の前提は，「投資家は全体としては投資対象となる株式の現在価値を合理的に推定して売買しており，市場では常にその銘柄の将来の利益や配当見通しを適切に反映した，公正な株価が形成されているはず」というものであった。ここで，重要なのは，市場に参加する投資家のすべてが合理的経済人ではなくとも，市場は効率的になるであろうと仮定するものである。つまり，合理的でない一部の投資家の存在を許容しているが，その行動はランダムなインパクトしか持たないため，決して効率的な株価形成の妨げにはならない。また，非合理的な投資家の非合理的な行動によって株価形成に歪みが生じたとしても，合理的な投資家が必ずそれを修正する売買を行うために，効率的な状態が回復されるとするものである[13)]。

一方，行動ファイナンス理論は，①金融実務家たちは，経験則（ヒューリスティックス（heuristics））に基づいて行動するが故に誤りを犯すのではないか。例えば，データ処理の際，伝統的ファイナンス理論が，「適切かつ正しく，統計的なツールを使用する」と仮定するのに対して，行動ファイナンス理論では，「ヒューリスティックスに起因するバイアス」が生じていると仮定する。また，②実務家は実質だけでなく，意思決定問題の記述方法（フレーム（frame））によって，リスクとリターンに関する認識および意思決定問題の判断が影響されるとする「フレーム依存性（frame dependence）」を行動ファイナンス理論は仮定するが，伝統的ファイナンス理論では，合理的経済人には，そのような影響はないとして，「フレーム独立性」を仮定する。

こうして，伝統的ファイナンス理論が仮定する効率的市場仮説（「市場価格とファンダメンタル価値は一致する」）に対して，行動ファイナンス理論では，上記のヒューリスティックに基づく誤りと意思決定におけるフレーム依存性が無視できるものではなく，市場で成立する価格に影響を与え，「市場価格はヒューリスティックスに起因するバイアスとフレーム効果によりファンダメンタル価値から外れる」，すなわち「非効率的市場」を仮定するものである[14)]。

↘　・総リスクのうち，非システマティックリスクは，分散投資によって取り除く事ができるので，非システマティックリスクを負うことに対して，プレミアムが支払われると考える理由はない。CAPM では，リターンやリスク・プレミアムはシステマティックリスクであるベータとの関係で決まる。

13）バートン・マルキール［2007］，291－294頁。なお，アービトラージの厳密な定義は，同一の財が二つの市場で異なる値で売買されている時，一物二価の状態をうまく利用して利益をあげることであるが，広義には，①同じような利益，配当見通しの同一業種のライバル会社間で，両社の株価収益率に大きな差がある場合，②交渉中の買収・合併事案で，高い株価がついている会社の株式と交換の可能性のある他の会社の株価がかなり低い場合，③さらに，ファンダメンタル価値に照らして割安と思われる銘柄を買い，同時に割高と思われる銘柄を売るような投資戦略も含まれる。

14）ハーシュ・シェフリン著，鈴木一功訳「行動ファイナイスと投資の心理学」，東洋経済新報告社，2005年４月，５頁。

5－2　ヒューリスティックスに起因するバイアス

ヒューリスティックスとは，「人々が自分の力で，通常，試行錯誤を通じて，事象を理解していく過程」である。また，心にすぐ浮かぶ出来事の数によって発生頻度を判断するという「経験則」もヒューリスティックスと呼ばれている[15]。代表的なヒューリスティックスに基づくバイアスを，以下に列挙してみよう[16]。

・利用可能性バイアス（availability heuristics）：「情報が利用可能」を判断基準とすること。

・代表性バイアス（representativeness）：ステレオタイプに基づく判断をすること。例として，「平均への回帰現象の度合いを勘案しない」ことや[17]，「ギャンブラー錯誤」（gambler's fallacy）がある[18]。

・過信：予測における信頼区間（最高値と最低値の幅）が過度に狭くなる。

・係留（anchoring）と調整，保守主義：新しい情報に対して十分に反応しない。業績予想をする場合，業績発表数値が十分に反映しないので，高業績後の次の業績発表は予想以上となり，低業績後の次の業績発表は予想以下となる傾向がある。

・あいまいさへの忌避（aversion to ambiguity）：よくわからないことよりもよくわかっていることを好む。未知への恐怖である。

以上のバイアスでは，感情と認識の両方の要素がヒューリスティックス現象に反映されていると思われる。

また，「群れの心理」という現象もある。一般的には，グループとしての判断の方が，一人一人の判断よりも優れていることが多い。より多くの情報が共有され，より多面的な見方が考慮に入れられ，より多くの人が議論に参加するほどよりよい判断ができるからである。しかし，群集行動の非合理性のひとつとして「集団思考」がある。個々人が集団で行動することによって，ある間違った考え方が訂正されるどころか増幅されて，あたかも正しい考え方であるかのように広く共有される現象をいう。例えば，インターネット・バブルを説明したロバート・シラーの「根拠なき熱狂」によると，「このプロセスは，「ポジティブ・フィードバック（順張り投資）の回路」を通じて，自己増殖する」という。株価が上がり始めると，より多くの投資家がゲームに参加し，そのことによってより多くの投資家が潤い，ますます多くの投資家を惹きつける。この集団行動はナイーブな個人投資家にかぎらずファンド・マネージャーも同じ行動をとるので，皆が同じ銘柄に集中しがちになる（「流行モデル」[19]）。

15）ハーシュ・シェフリン［2005］，17頁。

16）ハーシュ・シェフリン［2005］，18-28頁。

17）平均への回帰現象は，将来リターンが歴史的な平均リターンに近くなることを示しているが，平均リターンを下回ることではない。

18）大数の法則は少数のサンプルでは当てはまらない。高いリターンが上がる市場が長く続いた後，平均以下のリターンが必ずしも起こるとは限らない。時系列推移の自己相関は，正の場合が多い。

19）バートン・マルキール［2007］，294頁-308頁。

これは，裁定取引（アービトラージ）の限界でもある。空売りによる裁定取引を実行するための適正なヘッジ手段（購入しておく代替商品）が万全とはいえない点もある。さらに，アービトラージャーとみられているヘッジファンドが，アービトラージをせずに，群集心理を読んで，投機相場を助長するポジションを取↗

5－3　フレーム依存性（プロスペクト理論）

次に，フレーム依存性の影響で生じる仮説を挙げてみよう。[20)]

・損失回避：人々にはある種の損失を避ける傾向がある。確定損失の忌避のため，ロス領域でのギャンブル愛好がある。

・並立的意思決定（concurrent）：２組の並立する意思決定問題が与えられた場合，２つの意思決定を別々の心の口座に入れてしまうので，「正の領域でのリスク回避，負の領域でのリスク愛好」の問題がおこり，２つの問題の合成結果が不合理となる。

・快楽的編集（hedonic editing）：投資家はある特定のフレームを他のフレームよりも好む傾向がある。例えば，損切りさせて，その資金を別の株式に投資させるためには，「資産の移転」という言葉を使うと投資家を誘導しやすい。

・人間のリスク許容度は一様ではなく，状況によって変わる：損失経験後はよりリスク回避になり，利益経験後はリスク愛好の傾向となる。

・フレーム依存性は認知的側面と感情的側面から構成される：認知面は，人々が自己の情報をどのように組織化するかに関係し，感情面はそうした情報を記録する際に，人々がどう感じるかに関係する。例えば，前者の例として，株価が上昇中の現金配当はキャピタル・ゲインとは別々に評価される。一方，株価が下落中の現金配当はキャピタル・ロスと一緒に評価され，キャピタル・ロスに対する緩衝材として「一筋の光」となるので，現金配当は投資家にとって好ましい。

・セルフ・コントロール（self-control）：感情を制御すること。投資家は元本を食いつぶしたくないので，現金配当を好む。

・後悔（regret）：損失に対して自分で責任がある（正しい意思決定をしなかった）と感じることからくる痛みなので，損失の痛み以上に辛い。

・貨幣錯覚（money illusion）：インフレーション時においても，人々の自然な思考方法は名目価値を基礎にして考えることなので，感情的反応も名目価値によって動かされ，インフレーションの補正をしないで意思決定する。

5－4　非効率的市場仮説の例示

ヒューリスティックスに起因するバイアスとフレーム依存性によって，市場が非効率になる原因（仮説）を列挙しておこう。[21)]

↘ることもある（バートン・マルキール［2007］，314-318頁）。

なお，ヘッジファンドには，さまざまな性格のものがあり，グリーンメイラーのようなヘッジファンドもあるが，純粋なアクティビストファンドや，リレーショナル・インベストメント（株主として経営に積極的に関与して経営改善を図り，株価上昇を通じて利益をあげようとする投資手法）を手がけるヘッジファンドもある。共通する性質は，絶対的利益が出資者から求められていることである（スティーブン・デイビス他［2008］，138-140頁）。

20）ハーシュ・シェフリン［2005］，32-43頁。

21）ハーシュ・シェフリン［2005］，46-55頁。

・代表性ヒューリスティックスに由来する効果：敗者株式ポートフォリオが勝者株式ポートフォリオよりも累積平均超過収益が高い。この現象について，行動ファイナンス理論では，「過去の敗者株式（勝者株式）に過度に悲観的（楽観的）になるので，敗者株式の取得原価は低い（高い）」と説明するが，伝統的ファイナンス理論では，「敗者株式は勝者株式よりもリスクが高いので，高いリターンが得られる」と説明する。

・係留と調整，保守主義に由来する効果：最直近の業績発表と予想との乖離幅に基づいて形成したポートフォリオの累積平均超過収益は，業績発表が予想を上回れば（下回れば）上回る（下回る）程，市場平均より累積平均超過収益は大きく（小さく）なる。この現象を行動ファイナンス理論では，「アナリスト予想が直近の業績発表情報を十分に反映していないので，業績の予想に対する上方（下方）乖離があると，その後も上方（下方）乖離する業績発表が続く傾向がある」と説明する。

・フレーム依存性に由来する効果：損失回避の為に投資家は株式投資を避け，その結果株式は，無リスクの国債に比べて非常に大きいリターン（リスクプレミアム）をもたらした。この現象について，行動ファイナンス理論では，「近視眼的損失回避」（myopic loss aversion），すなわち，「投資家の収益評価時間軸が短すぎるので，歴史的に株式保有が嫌われてきた」と説明する。したがって，投資家は，自分のポートフォリオのパフォーマンスを確認する頻度を年１回だけというように減らすことで，株式に対する安心感を大きくできるという。これは，株式を所有する個人投資家に対して，納得しうる処方であるように思われる。

・過信：個人投資家のなかには，頻繁に取引を繰り返し，結果として，取引手数料を勘案すると割りの合わない投資をしてしまう。これは，「投資に対する過信」によるものと説明される。[22)]

５－５　機関投資家による市場予測

機関投資家や証券アナリストたちが市場の動向を予測する際に，陥りやすいバイアスについて，いくつか見ておこう。[23)]

・ギャンブラー錯誤：不適当に株価の反転を予想する傾向がある。

・代表性への依存：自分自身の予想や確率判断を，ある出来事がどのくらい代表的であるかということに基づいて行う傾向があり，必要以上のボラティリティ（変動性）を示す結果となる。とくにテクニカル・アナリストに顕著である。[24)]

22）頻繁に取引を繰り返す可能性は，女性よりも男性に多いらしい（ジェームス・モンティア著，真壁昭夫監訳，川西諭・栗田昌孝訳「行動ファイナンスの実践」，ダイヤモンド社，2005年９月，９-12頁）。

23）ハーシュ・シェフリン［2005］，61-80頁。

24）テクニカル分析について，若干要約しておく。

①チャート分析の理論的根拠は，「歴史は繰り返す」である。あるトレンドが現われると，それが継続する傾向がある理由として，群衆心理における「集団形成本能」により，投資家が投機の対象とする魅力的な株が上昇していたら参加したいと思うので，さらに価格が上昇する。

②市場参加者間にファンダメンタル情報の入手能力に差があり，情報のもれる範囲が拡大するのに応じて，株価は段階的に上昇（下落）していくので，株価を注意深く観察することで動向の推測ができる。　↗

・センチメントの影響：センチメントは，市場参加者の誤りやバイアスを総合計したものといってもよい。例えば，「強気センチメント指数」として，「投資情報誌執筆者の強気派の人数÷（強気派の人数＋弱気派の人数）」といったものがある。このセンチメントの市場への影響をファンダメンタル・アナリストは軽視する傾向がある。[25)]

・トレンドに基づく予想の多様性：「延長類推」（トレンドの継続を仮定して，トレンドを単純に延長類推する），「過信」（自身の予想能力の正確性に対して，過信する傾向がある），「偏り（skewness）」（最も可能性が高いと思う予想価格が，予想範囲の下限と上限の中間に位置しているわけではない）。

・インフレーションの影響：貨幣錯覚により，インフレ率が高い時（低い時），実質ベースの利益を名目金利で割り引くことで，株価を過小評価（過大評価）する（インフレ率が高いと金利は高い）。また，係留のため，インフレーションの変化に過小反応する。

5－6　業績発表への偏った反応

ミスプライシングは，リバーサル（反転）することもあれば，モメンタム（慣性）により継続することもある。リバーサルとモメンタムは座標軸の両極端に位置するものであるが，同時に存在しうる。このミスプライシングについて，効率的市場仮説では，「効率的価格からのランダムな乖離にすぎない」と見なすのに対して，行動ファイナンス仮説では，「効率的な価格からの系統的な乖離である」と見なす。効率的市場仮説によれば，業績発表後，速やかにその情報が価格に反映されるはずとされるが，しばしば株価はドリフトして，速やかには収斂しない。この現象，すなわち業績発表という新たな情報に対するアナリストや投資家の反応についての仮説をまとめておこう。[26)]

↘　③抵抗線：投資家は，購入した時の株価を覚えていて，この価格まで上昇した時，損得なしとなるので，売却が増え，株価はそれ以上の上昇がない。

④支持線：投資家は，購入しようとした時の株価を覚えていて，この価格まで下落したとき，購入者が増加し，これ以上の株価下落がない。

⑤トレンドが形成あるいは崩れた後でしかチャーチストはアクションできず，タイミングを逸している。また，同じ手法を用いる人々が多くなるほど，その有効性は失われる（バートン・マルキール［2007］，133-146頁）。

なお，ウィーク型の市場の効率性を仮定すると，過去の株価に基づくテクニカル分析は投資家にとって何の役にも立たない。株価は，ある期間から次の期間にかけてランダム・ウォークに近い動きを示すとされるからである（バートン・マルキール［2007］，238-239頁）。

25）センチメント指数をめぐる議論の要約である。

①センチメント指数が市場動向の予測に役立つと信じる理由は，「確証バイアス」によるものではないか。自分の見方を裏付ける証拠だけを注目するが，相容れない証拠を見落とす。投資家は，自分の見方を確認してくれる証拠のみを探し，確認してくれない証拠を無視する。

②センチメント指数は，過去を適切に予測している。強気は相場上昇よりも12カ月くらい遅れて上昇する。直近の２カ月が強気センチメントに最も強いインパクトを与える。

③投資情報誌の執筆者の見方を強気センチメント指数と呼んでいるだけである。市場が不安定であると，執筆者は上昇相場でも比較的強気にならず，下落相場でも比較的弱気にならない。市場の不安定さは，センチメント指数の影響を緩和する役割を果たしている（ハーシュ・シェフリン［2005］，81-94頁）。

26）ハーシュ・シェフリン［2005］，第８章，125-140頁。

・アナリストは，先ず「平均回帰的」思考パターン（利益増加は一時的と判断するので，予想が過小）をもち，その後，何回か予想に対するプラスのずれを経験すると，「現状継続的」思考パターン（利益が急成長局面に入っており，利益増加は継続する）にシフトする。この過程では，過去の成長率を単純に類推延長するので，過剰反応することになる。

・アナリストと投資家が自信過剰と自己帰属バイアス（うまくいった結果を自分自身の能力のおかげと考え，うまくいかなかった結果については運が悪かったと考える）の組み合わせによって，投資家は，広く公開された情報源から得られる情報に対して過小反応し，自分自身で得た情報や自分で行った分析に対しては，過剰反応する（グッドニュースの分析の結果，強気予測の当たりが過信となり，モメンタムのパターンとなる。バッドニュースの登場で自信過剰が消滅し，株価の劇的な下落となって過剰反応パターンとなる）。

・情報はさまざまな投資家に分散しており，認識の限界から，投資家は市場株価の動向から他の投資家が知っている情報を推論することもできない。したがって，分散している情報はゆっくりとしか拡散しない。より幅広いアナリストが分析しており，より広範囲な投資家の基盤があれば，拡散の速度が上がる（規模が大きく，アナリストが多い程モメンタム効果は小さい）。

・過信と係留と調整の組み合わせにより，投資家やアナリストは新しい情報が届いていても十分に適合できないので保守主義が起こる。環境の恒久的変化が少なくてもある時点までは，一時的なものと間違えられる。以前の歴史が顕著であればあるほど，最近の変化に関する情報は軽く扱われる。変化に関する最近の情報がより顕著にあると，そうした情報は過剰に重視される。

５－７　企業買収と勝者の呪い

企業買収・合併において，効率的市場仮説（とくにストロングフォームの市場効率性）が成立しているのであれば，買収価格あるいは合併比率に，各当事会社の公正価値（買収・合併後に生じるシナジーのそれぞれの貢献部分を含む）が反映しているはずであるから，買収・合併後に超過利潤は生じないことになる。[27)]

しかしながら，しばしば，買収・合併は，この超過利潤を過大に期待して実行されているかのように思われる。行動ファイナンスでは，この現象を「ヒューブリス（過信）仮説（hubris hypothesis）：能力に関する過信」によって説明する。すなわち，買収企業の経営者は，同社が独自に行なうターゲット会社の価値算定に関して，全市場参加者による英知の集合的結集（＝市場価格）よりも，不当に高い自信をもつのではないかというのである。自信過剰のために，ターゲット会社に過剰な支払いをする傾向にあり，この過剰支払行為は「勝者の呪い」仮説（winner's curse hypothesis）と呼ばれている。[28)]

27）黒川行治「合併会計選択論」，中央経済社，1999年３月，117-118頁。
　なお，市場価値は，買収企業の経営者の判断だけでなく，多くの投資家の集合的な判断を反映したものである。価格がすべての公開および非公開情報を正しく反映しているとき，ストロングフォームの市場効率性が有効という。

28）ハーシュ・シェフリン［2005］，260-263頁。

5－8　新規株式公開のアンダープライシングとその後のアンダーパフォーマンス

新規株式公開（IPO）において，上場時のアンダープライシング，その後の長期的なアンダーパフォーマンス，そして加熱した公開市場という現象が散見されるといわれている。新規公開株の公募価格が低すぎるために，最初の取引日に株価が高騰する。株価がファンダメンタル価値を超えて上昇する可能性があるが，やがて時間経過とともに下落し，長期的なアンダーパフォーマンスを招く。

また，IPO は，加熱した（好調な）期間と，冷え込んだ（低調な）期間とを周期的に繰り返す。加熱した公開市場は，投資家の IPO への需要が特に高い時期のことをさす。

これらの現象を行動ファイナンス理論では，つぎのような仮説によって説明している。[29)]

① 上場時のアンダープライシング

・重要な内部情報を持っていない賢い投資家が質の悪い IPO に引っかかる可能性を覚悟で賭にでるのは，一般的に新規公開株の価格が低め（当初の目論見書に書かれていた範囲の下限以下）に設定されている場合である。

・バンドワゴン（相乗り）効果（bandwagon effect）または流行効果（fad effect）：投資銀行が相乗り効果を引き出そうとしてアンダープライシングする。相乗り効果は，「群衆は何かを知っているはず」という信念，あるいは「不幸は皆で経験した方が後悔の痛みがやわらぐ」によって引き起こされる。

② 長期的なアンダーパフォーマンス

・投資銀行は，何らかの成功が示された後に企業を公開しようとするので（あるいは，投資家が株価の急騰の原因となったポジティブな出来事に対して過剰反応した結果なので），新規公開株は，すでに時価簿価比率が高くなっている。

③ 加熱した公開市場

・新規に発行される株式に対して，市場の評価が過度に楽観的。また，上場前の過去の高業績が継続すると仮定（トレンド依存性）している。

5－9　アナリストの利益予測と株式推奨における楽観主義

引受証券会社のアナリスト（セル・サイドのアナリスト）による推奨には偏りがあるかもしれない。引受証券会社と投資家との間に利益相反関係が生じているからである。そこで，投資家は，引受証券会社のアナリストによる楽観的な推奨が出ていることを予測すべきである。しかし，投資家は，このバイアスを完全には考慮していない。投資家は，引受証券会社のアナリストが，自分よりも優れた情報にアクセスしているかもしれないことも考慮しているからである。

アナリストの予測における楽観主義の原因について，行動ファイナンス理論では，認知的バイアスの仮説を立てている。[30)]

29）ハーシュ・シェフリン［2005］，第17章，267-287頁。
30）ハーシュ・シェフリン［2005］，289-298頁。

・引受企業に働くアナリストは，公開するという決定に企業を導いた，初期のプラスの情報に注意をとられている（「妥当性の錯覚」（自分の事前の見方を確認するような証拠を探す）が影響している）。
・自己帰属バイアスにより，公開に導いた自己や同僚の能力に関して過信しており，失敗を，不運と他人の誤りとの組み合わせと考える。
・公開企業に関する情報に過大なウェイトを置き，一般的情勢に関する基本情報に過小なウェイトを置く。

5－10　経営者によるアナリストの利益予測を悲観的にさせるための試み

会社は，実際の報告利益が事前予測を上回ることが判明すると株価が急上昇するので，これを企図して，経営者はアナリストの利益予測を悲観的なものにしようとする。利益操作における閾値としては，①「赤字」あるいは利益０（ゼロ），②前期の利益，③アナリストの利益予測のコンセンサスの３つが想定でき，これらと「ビッグ・バス（big bath）仮説」とを組み合わせて，経営者は利益操作をする。実際の利益が，アナリストの利益予測を達成できそうでない場合，利益抑制政策を行って，まず前期利益水準まで引き下げる。それが無理であれば，利益をゼロに近づけるように抑制操作を行うというようにするのである。行動ファイナンス理論では，この利益操作を「フレーム依存性」によって説明し，これらのベンチマークを利用して操作される。その原因は，経営者の思考仮定がベンチマークに基づくからか，投資家がベンチマークに基づいて思考することを経営者が知っているからか，あるいは，それら両方なのかは不明である。[31)]

6．企業会計の変容と株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，アノマリー仮説

最後に，企業会計の体系を，株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，行動ファイナンス仮説との関係で検討することにしよう。

6－1　変容する企業会計の特徴

変容する企業会計の特徴をどのようにまとめて示し，企業会計の現状を把握すればよいのであろうか。石川純治教授は７つの構成要素を取り上げて，２つの会計体系の特徴を明確に示している。それが，「表１　２つの枠組みの特徴比較」である。[32)]

系１は経営者の期待を重視し，その期待を反映した非画一的会計を志向するもので，これを「企業固有アプローチ」と呼ぶ。他方，系２は投資家を本位とし，投資家の国際的分散投資を前提に，市場ベース（公正価値）の画一的会計を志向するもので，これを「公正価値アプローチ」と呼ぶ。[33)]

31）ハーシュ・シェフリン［2005］，299-304頁。
32）石川純治「変貌する現代会計」，日本評論社，2008年７月，103頁。
33）石川純治［2008］，115頁。「企業固有アプローチ」という呼称は，石川教授がその著書で使用している用↗

表１　２つの枠組みの特徴比較

	系１	系２
①ストック／フローの関係	フロー志向 （フロー→ストック）	ストック志向 （ストック→フロー）
②計算の基点 （割引率）	当初認識時 （当初で固定）	特定時点 （期末の割引率）
③会計枠組みの思考	配分（配分の修正）	価値評価（直接的再測定）
④将来収支の確定性	確定的（固定性）	不確定（変動的）
⑤資産・負債の評価	原価・償却原価	時価（公正価値）
⑥簿価決定のあり方	連続・フロー配分型	非連続（離散）・ストック評価型
⑦利益決定のあり方	フローの配分計算	ストックの評価差額
	（企業固有アプローチ）	（公正価値アプローチ）

企業固有アプローチは，会社ごとの会計環境の違いやビジネスモデル，経営者の意図を重視し，それらを忠実に測定するために，選択の余地があるような会計代替案を用意した会計基準を設定することになる。他方，公正価値アプローチは，国際的分散投資をする投資家（例えば，ファンド等の機関投資家を念頭におけばよいであろう）が，当該株式をポートフォリオに組み込むか否かの決定において，多数の銘柄を相対的に比較考量するという意思決定を想定し，そのために有用な会計情報が何かという観点が強調されることから，指標値の比較可能性＝会計測定方法の画一性を求める会計基準を設定することになろう。

会計の役割・目的として，意思決定に役立つ情報提供機能と利害調整・分配可能額算定機能に分類し，それぞれの役割・目的によって，志向する会計の機能の違いを認識しようと考えることもできようが，ここでいう企業固有アプローチも公正価値アプローチもともに，２つの役割・目的に対応させて理解することができる。すなわち，企業固有アプローチは，会計環境，ビジネスモデル，経営者の意図等を忠実に反映した利益測定値なので，当該企業に関するステークホルダー間の利害調整，分配決定の指標となる。また，当該企業の業績を忠実に測定していることから，当該企業株式の評価指標としても相応しい。他方，公正価値アプローチは，多数の企業を共通す

↘語で，一般的には「収益・費用対応アプローチ」または「期間損益アプローチ」と呼ばれることが多く，取得原価を資産評価の基礎とすることから，「コスト配分アプローチ」と呼ばれることもある。石川教授は企業固有の環境，状況の違いを認め，それぞれの取引の実態に応じた忠実な測定を志向するというニュアンスを強調する為に，この用語を使用されたと思われるが，誠に卓見であり，収益・費用アプローチの重要な特徴を示す用語である。石川教授自身が，はたして企業固有アプローチと収益・費用アプローチとが完全に一致する概念でありながら，より相応しい名称として，企業固有アプローチという呼称を使用したのかについては不明であるが（表２の内容を見る限り，大きな誤りはないであろう），本稿では，一般的な呼称に替えて石川教授の呼称を使用することが，本稿での検討内容をより明確に表現できると考えた。

なお，公正価値アプローチが企業評価指標値の比較可能性を強調し，会計測定方法の画一性を求めることになろうと記述したが，固定資産やのれんの減損，社内発生開発費の無形資産計上等の判断に，将来の状況の予測，見積りが重要な影響を与えること，このアプローチを進める「国際会計基準審議会」は，今のところ，プリンシプル・ベース（詳細な適用指針を設けず，現場の裁量に委ねること）で運用を行なうとしていることから，比較可能性＝画一性とは逆に，測定の多様性が増すことも規定される。

る方法で利益を測定することから，企業業績を比較可能とし，投資決定に役立つとともに，期末時点における公正価値評価による財政状態を示すことから，分配可能額決定に資する財政状態の指標になりうるからである。

6－2　情報利用者は長期保有所有者か短期保有投資家か――意思決定の内容――

機関投資家が資金運用のためポートフォリオを組むという行為は，株式の所有を通じて会社の部分的共同所有者となることと，ポートフォリオの定期的（例えば3カ月とか半年ごとの）見直しを通じて株式売買を行う取引者となることの二面性があると第2節で指摘した。

長期保有部分的所有者としての株主は，会社の現状と行く末（将来の状態の予測）について，経営者と同じ視点に立ち，経営戦略，ビジネスモデル，経営計画，経営者の意図等を長期経営計画の期間軸（現在から将来時点）にそって思い描き，企業評価に基づき所有の継続についての意思決定を行うであろう。このような意思決定の内容において要求される会計（財務）情報は,「公正価値アプローチ」によって測定される利益数値（会計情報）であろうか。素朴にあるいは直感的に思い当たるのは,「企業固有アプローチ」によって測定される利益数値（会計情報）である。期末の一時点における保有資産等の時価変動という情報よりも，当初の投資計画が事前の期待どおりに進んでいるか否かは，計画通りのコスト配分計算をした結果である期間損益の状況を把握することで，確認できるというものである。

他方，短期的・定期的なポートフォリオ見直しに伴う株式の売買を前提に，このような意思決定のため大量の銘柄の相対的なパフォーマンス，リスクの優劣の比較を行う作業を念頭におくと，画一的な測定方法による情報の比較可能性の強調，および（短期的売買の可能性を想定する）現在（期末時点）の時価を反映した利益数値と財務状況を示す会計情報を，投資家が要求する可能性は高いと言えるのである。

6－3　市場の質と会計の体系――ファンダメンタル価値と株式価格――

効率的市場理論によれば，市場が効率的であれば，会社のファンダメンタル価値と株式価格とは一致する。公正価値アプローチにおける保有有価証券や退職給付会計における運用資産の期末時価，企業結合における買収価格（のれん価額の基礎数値）等の評価額は，ファンダメンタル価値を示していると仮定されるのである。期末時価は保有有価証券等が表象する企業のファンダメンタル価値を示し，のれんの非償却によって維持される買収価格を基礎とする数値（期末ののれん価額）や，減損が必要と判定され減損会計を適用した場合の帳簿価額も同様にファンダメンタル価値を示していると見なされるのであろう。しかし，市場が効率的ではなく，市場の取引金額と取引対象のファンダメンタル価値が乖離しているとすると，公正価値アプローチによる利益測定額や期末財政状態の評価額は，いかなる意味をもつのであろうか。

公正価値アプローチでは，固定資産やのれんに減損会計を適用することから，将来のキャッシュ・インフローの金額の予測や市場金利等に伴う割引率変動の影響，退職給付債務（将来のキャッシュ・アウトフロー）の金額予測および割引率変動の影響，固定資産の除去費用（将来のキャッ

シュ・アウトフロー）の予測および割引率変動の影響等，将来のキャッシュ・フローの予測および割引率変動の影響が不可避である。将来予測の合理性に関しては，行動ファイナンス理論・心理学の示す人間行動の非合理性が想起される一方，割引率変動に伴う資産・負債の期末評価額の変更および評価損益の発生は，市場金利相場が効率的市場を前提に成立しているか否かで，その損益や評価額の意味する内容が異なるのである。ともかくも，公正価値アプローチは，市場参加者が合理的経済人であり，市場が高質であり，効率的市場に限りなく近く，市場で成立している価格や予想将来キャッシュ・フローの割引現在価値はファンダメンタル価値を示していることが前提となっているのではないか。しかし，現実の市場は期待したほど高質ではなく，効率的市場は成立しないか，あるいは持続しないことを前提とすると，公正価値アプローチはどのような論理によって正当化されるのであろうか。

6－4　ファンダメンタル分析と会計の体系

ファンダメンタル分析は，株式が表象する企業のファンダメンタル価値の推定のために，機関投資家・アナリストによって行われる。ファンダメンタル分析の前提は，市場はいつにおいても効率的であるとは限らないという前提に立って，ファンダメンタル価値と市場価格とが乖離している銘柄を探索し，その乖離を利用した投資（バリュー投資）を行うためである（この乖離が，永遠に続くのではなく，時間経過とともに解消され，価格がファンダメンタル価値に近づいていくので，この解消過程で投資のリターンが得られる）。

したがって，ファンダメンタル分析の前提が市場の効率性を前提におくものではないので，ファンダメンタル分析に会計情報を用いる場合，当該会計情報が公正価値アプローチによって測定されている場合，少々理屈っぽいが，論理矛盾があるといえなくもない。公正価値アプローチに基づく利益数値や期末の財政状態は，市場が非効率という前提の場合，ファンダメンタル価値を示していない数値を基にして測定された会計数値であり，どのようにそれらを利用してファンダメンタル価値を推定しようとするのであろうか。

また，機関投資家（ポートフォリオ・マネージャーとアナリスト）の投資判断指標を調査すると，経営陣の信頼性，適切な事業判断，キャッシュ・フローの確実性，EPSの成長性，健全な貸借対照表の順番であったとする調査結果もある。[34)]

機関投資家がファンダメンタル分析をしているのだとすると，そもそも，ファンダメンタル価値の推定には，経営陣の信頼性や適切な事業判断といった定性的な情報が重要であり，また，このことは，経営戦略やビジネスモデルの適切性の評価であるとともに，経営計画の信頼性（将来の実現可能性）の程度を示しているとも解釈できる。もし，経営計画等の信頼性が高いのであれば，経営者が自社の会計環境と経営戦略，意図，経営計画を反映する「企業固有アプローチ」によって測定された利益数値（会計数値）に意義が見いだせる。換言すれば，企業固有アプローチは，

34）　スティーブン・デイビス他［2008］，251-252頁。
　　ブライアン・リベルが2005年に306人のポートフォリオ・マネージャーとアナリストに対して調査を実施した結果である。

経営者や経営計画の高い信頼性を前提に成立しているともいえるのである。

そもそも，市場が効率的であれば，ファンダメンタル分析をする意義もなく，公正価値アプローチによって測定された会計数値は将来の超過利潤獲得をめざす投資意思決定に用いられるのではなく，「市場価格の正当性を確認する作業に使用される」ものと考えられる。

６－５　行動ファイナンス理論と会計の体系

会計の体系の選択問題と行動ファイナンス・心理学に基づく仮説との関連は，①経営者あるいは会計担当者による会計測定過程で生じるバイアスへの影響，②経営者の会計操作の動機に与える影響，③ファンド・マネージャーやアナリストがファンダメンタル分析を行う過程で生じるバイアスへの影響の３つのステージが想定できる。

第一の会計測定過程についてみると，とくに，会計数値が将来予測をもとに測定される方法，すなわち将来のキャッシュ・フローの予測に基づく減損会計，退職給付会計，資産除去債務の会計等で行動ファイナンス・心理学に基づくバイアスの影響が大きいように思われる。すべての予測過程において，ヒューリスティックスとして指摘した，「利用可能性バイアス」，「代表性バイアス」，「過信」，「係留と調整，保守主義」，「あいまいさへの忌避」等が影響するものと思われる。将来キャッシュ・フローの予測結果は，これらヒューリスティックスの合成物であるといってもいいすぎではないであろう。

第二の経営者の会計操作の動機のステージをみると，フレーム依存性（プロスペクト理論）に関し，当該企業の状況，経営者のおかれている状況に従い，それらの仮説が示唆する効果が発現すると思われる。とくに，「損失回避」（人々にはある種の損失を避ける傾向がある。確定損失の忌避のため，ロス領域でのギャンブル愛好がある）は，減損会計適用の判断に，ビック・バス仮説と相乗しながら発現するのではないか。

第三のファンド・マネージャーやアナリストのファンダメンタル分析の過程についてみると，ヒューリスティックスの諸仮説である「利用可能性バイアス」，「代表性バイアス」，「過信」，「係留と調整，保守主義」，「あいまいさへの忌避」等が影響するものと思われる。

問題は，行動ファイナンス・心理学で指摘された仮説が成立する可能性がある状況で，会計の体系として，公正価値アプローチと企業固有アプローチのいずれが，社会選択としてのＧＡＡＰ設定に相応しいものであるかである。第一のステージに関しては，将来予測数値の介在が相対的に多い程，ヒューリスティックスやフレーム依存性の影響が大きいと考えられるので，会計測定過程におけるこれらの影響度合いを実証していく研究課題である。第二のステージでは，企業の状況と経営者の会計操作に関する行動ファイナンスや心理学で指摘する諸仮説が，会計の体系によって変わる可能性が有るか否かの検討である。そして，第三のステージに関しては，アナリストのファンダメンタル分析遂行上のヒューリスティックスやフレーム依存性の諸仮説が，会計の体系によって影響されるものか否かの検討である。

7．結語

本論文では，第一に，現代の資本市場のメインプレーヤーが機関投資家であることを指摘し，「新資本主義」と称せられる考え方から機関投資家の果たす役割に関する知見と，株主である市民と機関投資家との間にある利益相反問題について確認した。第二に，市場の質，とくに効率的市場をめぐり，ファンダメンタル価値と市場価格との関係に関する前提（仮定）が問題であり，ファンダメンタル価値と市場価格との乖離が裁定取引の存在により直ちに解消され，ファンダメンタル価値と価格が一致している市場が効率的と呼ばれる。ファンダメンタル分析による投資（とくにバリュー投資）は，この乖離を発見し，その解消過程からリターンを得ようとするものであると解釈した。第三に，機関投資家（ファンド・マネージャーやアナリスト）の行うファンダメンタル分析が成功しているとは言えない問題点について，証券アナリストが誤る要因を検討した。第四に，行動ファイナンス理論と投資の心理学について，効率的市場理論との関係，ヒューリスティックス・バイアスやフレーム依存性の基本仮説，業績発表への反応や企業買収・IPO 等における非効率な市場に関する諸仮説について整理・検討した。そして最後に，企業会計の変容と株式所有目的，市場の質，ファンダメンタル分析，アノマリー仮説との関係を考察した。その結果，①新資本主義に基づく機関投資家は長期保有投資であり，企業固有アプローチの会計情報が相応しい。②公正価値アプローチの会計は，効率的市場を仮定し，ファンダメンタル価値と価格が一致していることを前提にしている。③ファンダメンタル分析に用いられる会計情報の観点から，企業固有アプローチの会計は，経営者や経営計画の高い信頼性を前提に成立している。④行動ファイナンス・心理学の諸仮説は，会計測定過程，経営者の会計操作の動機，ファンド・マネージャーやアナリストのファンダメンタル分析過程のそれぞれのステージで影響を与えるということを指摘した。

今後の研究課題は，文献研究に基づく本稿で指摘した論点（仮説）を実態調査，実証研究することである。この課題に関し，機関投資家に対するインタビュー調査を始めている。その結果については別稿にて報告する予定である。

引 用 文 献

石川純治「変貌する現代会計」，日本評論社，2008年 7 月。
黒川行治「合併会計選択論」，中央経済社，1999年 3 月。
ジェームス・モンティア著，真壁昭夫監訳，川西諭・栗田昌孝訳「行動ファイナンスの実践」，ダイヤモンド社，2005年 9 月。
スティーブン・デイビス＝ジョン・ルコムニク＝デビット・ピット・ワトソン著，鈴木泰雄訳「新たなる資本主義の正体」，ランダムハウス講談社，2008年 2 月。
趙家林「バリュー投資と市場の効率――価格と内在価値の関係を考える――」，モノグラフ，2007年。
ハーシュ・シェフリン著，鈴木一功訳「行動ファイナイスと投資の心理学」，東洋経済新報社，2005年 4 月。
バートン・マルキール著，井手正介訳「ウォール街のランダム・ウォーカー」（原著第 9 版），日本経済新聞社，2007年 5 月。